

Neus

Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmungen

(Folgende Bände sind zuletzt erschienen:)

Band 90 Dr. Frank Gussek
Erfolg in der strategischen Markenführung

Band 91 Dr. Roland Schütze
Kundenzufriedenheit

Band 92 Dr. Herbert Woratschek
Betriebsform, Markt und Strategie

Band 93 Dr. Fritz M. Schüle
Diversifikation und Unternehmenserfolg

Band 94 Prof. Dr. Dieter K. Tschewlin
Optimale Produktgestaltung

Band 95 Dr. Rüdiger von Nitzsch
Entscheidung bei Zielkonflikten

Band 96 Dr. Michael Hommel
Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung für Dauerschuldverhältnisse

Band 97 Dr. Markus Wiendieck
Unternehmensfinanzierung und Kontrolle durch Banken

Band 98 Dr. Arndt Laßmann
Organisatorische Koordination

Band 99 Dr. Carla Müller
Steuerliche Gewinnermittlung bei Personengesellschaften

Band 100 Prof. Dr. Jörg Sydow
Strategische Netzwerke

Band 101 Prof. Dr. Rolf Weiber
Diffusion von Telekommunikation

Band 102 Prof. Dr. Wolfgang Berens
Beurteilung von Heuristiken

Band 103 Dr. Uwe-Peter Hastedt
Gewinnrealisation beim Finanzierungs-Leasing

Band 104 Dr. Mark Wahrenburg
Bankkredit- oder Anleihefinanzierung

Band 105 Dr. Patrick Lermen
Hierarchische Produktionsplanung und KANBAN

Band 106 Dr. Matthias Kräkel
Auktionstheorie und interne Organisation

Band 107 Dr. Rüdiger Pieper
Managementtraining in Osteuropa

Band 108 Dr. Urban Kilian Wißmeier
Strategien im internationalen Marketing

Band 109 Dr. Albrecht Söllner
Commitment in Geschäftsbeziehungen

Band 110 Dr. Torsten Kirstges
Expansionsstrategien im Tourismus

Band 111 Dr. Stefan Reißner
Synergiemanagement und Akquisitionserfolg

Band 112 Dr. Jan P. Clasen
Turnaround Management für mittelständische Unternehmen

Band 113 Dr. Doris Weißels
Betrieblicher Umweltschutz und Innovationen

Band 114 Dr. Bernhard Amshoff
Controlling in deutschen Unternehmungen

Band 115 Dr. Thorsten Posselt
Mobilitätsverhalten von Unternehmen

Band 116 Dr. Joachim Böhler
Betriebsform, Wachstum und Wettbewerb

Band 117 Dr. Barnim G. Jeschke
Konfliktmanagement und Unternehmenserfolg

Werner Neus

Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmungen

GABLER

Neus, Werner:

Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmungen

/ Werner Neus. - Wiesbaden : Gabler, 1995

(Neue betriebswirtschaftliche Forschung ; Bd. 142)

Zugl.: Köln, Univ., Habil.-Schr., 1994

NE: GT

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen der Bertelsmann Fachinformation.
© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden 1995

Lektorat: Claudia Splittgerber



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Höchste inhaltliche und technische Qualität unserer Produkte ist unser Ziel. Bei der Produktion und Verbreitung unserer Bücher wollen wir die Umwelt schonen: Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, daß solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Geleitwort

Die betriebswirtschaftliche Forschung begegnet vielfach dem Einwand, sie widme sich zu einseitig den Problemen der Großunternehmen, vernachlässige hingegen die Besonderheiten kleiner und mittlerer Unternehmen. Es gibt sogar Überlegungen, dieses Defizit durch Begründung einer eigenen "Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen" auszugleichen. Sinnvoller ist wohl, die Eigenarten kleiner und mittlerer Unternehmen im Rahmen der herkömmlichen Teilgebiete der Betriebswirtschaftslehre stärker zu berücksichtigen; dies geschieht in jüngster Zeit auch in steigendem Maße.

So ist in den letzten Jahren auch eine umfangreiche Literatur über Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen entstanden, die sich vornehmlich mit den Schwierigkeiten bei der Beschaffung externen Beteiligungskapitals befaßt. Es überwiegen dabei Arbeiten empirisch-deskriptiven Charakters; Beziehungen zu finanzierungstheoretischen Ansätzen werden kaum hergestellt. Durch die Prämisse, daß alle Unternehmen unbeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt haben, werden die Besonderheiten bei der Finanzierung kleinerer Unternehmungen von vornherein wegdefiniert.

Einen besseren Ansatzpunkt bietet die Überlegung, daß Unternehmensfinanzierung im wesentlichen als Vertragsgestaltung bei asymmetrischer Informationsverteilung anzusehen ist; die Bezugnahme auf individuelle Vertragsgestaltung wird der Finanzierungssituation kleinerer Unternehmen mit fehlendem oder erschwertem Zugang zum organisierten Kapitalmarkt eher gerecht. Der informationsökonomische Ansatz der Finanzierungstheorie stellt somit das adäquate Instrumentarium zur Verfügung.

In der vorliegenden Arbeit wird die Theorie eines informationsbedingt unvollkommenen Kapitalmarktes zur Analyse der Finanzierungsprobleme kleinerer Unternehmungen herangezogen, und dies mit zwei Schwerpunkten: Zum einen werden Unternehmen betrachtet, denen der Zugang zum organisierten Markt für Beteiligungstitel versperrt ist, zum anderen Unternehmen, die sich erstmals den Weg zu diesem Markt öffnen wollen.

Die Arbeit bietet einen Überblick über finanzierungstheoretische Erkenntnisse, die einen engen Bezug zu kleineren Unternehmungen aufweisen. Der Stand der theoretischen Forschung wird dargestellt und in vielfacher Hinsicht weiterentwickelt; die theoretischen Ansätze werden auf ihren Erklärungsbeitrag und ihre Grenzen hin überprüft. Die Arbeit trägt wesentlich dazu bei, die Kluft zwischen der Finanzierungstheorie und der empirisch festgestellten Finanzierungsproblematik kleinerer Unternehmen zu überbrücken.

Herbert Hax

Vorwort

Generell gilt: Eine Arbeit wie die vorliegende ist ohne Unterstützung in jeder denkbaren Hinsicht kaum zu erstellen. Im Vorwort ist es deshalb regelmäßig das Anliegen des Verfassers, Personen und Institutionen den ihnen zustehenden Dank zukommen zu lassen, und dies durchaus nicht als lästige Pflicht, sondern in echter Dankbarkeit. Die vollständige Benennung aller derer, denen der Verfasser diesen Dank ausdrücken will, wirkte sich jedoch in bezug auf das angestrebte Ziel eher kontraproduktiv aus. Dieses Problems eingedenk vertraue ich darauf, daß die betreffenden, hier nicht erwähnten Personen wissen, daß sie in den Dank mit einbezogen sind.

Die vorliegende Arbeit wurde im April 1994 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln als Habilitationsschrift angenommen. Für die reibungslose Abwicklung des Verfahrens danke ich dem Dekan, Professor Dr. Götz Voppel, für die schnelle Anfertigung der Gutachten Professor Dr. Dr. h.c. Herbert Hax und Professor Dr. Hans E. Büschgen.

Das Habilitationsverfahren bildet den formalen Abschluß einer (in der Sache bei weitem noch nicht abgeschlossenen) wissenschaftlichen Ausbildung, die ohne Anregungen und Hilfestellungen natürlich nicht möglich ist. Diesbezüglich möchte ich mich erneut bei meinem langjährigen Chef, Professor Hax, und bei Professor Dr. Eva Bössmann bedanken. Ganz besonders gilt dies auch für Professor Dr. Dr. h.c. Rudolf Richter wegen der Ausrichtung einer Internationalen Sommerschule, die erheblich zur Verbesserung des im übrigen häufig mangelhaften Lehrangebots für fortgeschrittene Nachwuchswissenschaftler in Deutschland beigetragen hat. Von Dozenten wie Scherer, Bebchuk, Riordan und Holmström habe ich wesentlich profitieren können.

Wissenschaftliches Arbeiten bedarf auch der stetigen Diskussion und des konstruktiven Widerspruchs durch Kollegen. Besonders hervorheben möchte ich Dr. Wolfgang Breuer und Dr. Peter Nippel, die damit natürlich auch die Verantwortung für alle verbliebenen Fehler und Ungereimtheiten teilen.

VIII

Die Arbeit enthält Abschnitte, die teilweise oder überwiegend bereits als Aufsätze veröffentlicht wurden. Für die Erlaubnis zur Wiederverwendung danke ich Verlag und Herausgebern der Kredit und Kapital, der Zeitschrift für Betriebswirtschaft, und der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung.

Werner Neus

Inhaltsverzeichnis

<i>Einführung</i>	1
<i>Kapitel I:</i>	
<i>Finanzierung nicht börsennotierter Unternehmungen</i>	9
1. Risikoaversion und Risikoindifferenz.....	9
2. Kreditfinanzierung.....	10
2.1 Literaturüberblick.....	10
2.1.1 Unbeobachtbare Handlungen des Unternehmers.....	11
2.1.1.1 Gefahren für naive Kreditgeber.....	11
2.1.1.2 Ansatzpunkte zur Problemminderung bei rationalen Kreditgebern.....	14
2.1.1.3 Exkurs: Mißverständnisse bei der Behandlung des Risikoanreizproblems?	18
2.1.2 Unbeobachtbarkeit des Ergebnisses.....	19
2.1.3 Unbeobachtbarkeit entscheidungsrelevanter Parameter.....	20
2.1.4 Kreditfinanzierung als Mittel zur Verteilung der Verfügungsgewalt.....	21
2.1.5 Kredite in mehrperiodigem Rahmen.....	23
2.2 Kreditfinanzierung bei fixiertem Eigenkapital: Ein einfaches Modell.....	25
2.2.1 Zur Abgrenzung der zu untersuchenden Fragen.....	25
2.2.2 Einperiodige Betrachtung.....	25
2.2.2.1 Der Modellrahmen.....	25
2.2.2.2 Informationsasymmetrie bei Vertragsabschluß.....	27
2.2.2.3 Informationsasymmetrie nach Vertragsabschluß.....	33
2.2.2.4 Exkurs: Zur Bedeutung von "Forcing Contracts".....	36
2.2.2.5 Ein kombiniertes Informationsproblem	38
2.2.3 Veränderungen in mehrperiodigem Kontext..	38
2.2.3.1 Die neue Situation.....	38
2.2.3.2 Reputationseffekte.....	39
2.2.3.2.1 Zur Problematik von Reputationsmodellen.....	39
2.2.3.2.2 Reputation auf Kreditmärkten...	47
2.2.3.3 Kapitalstruktureffekte.....	52
2.2.4 Zusammenfassung.....	62
3. Koppelung leistungswirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Transaktionen.....	64
3.1 Lieferantenkredite.....	64
3.1.1 Einführung.....	64
3.1.2 Überblick über die Argumente für Lieferantenkredite.....	65

3.1.3 Lieferantenkredite als Mittel der Preisdifferenzierung.....	68
3.1.3.1 Kunden mit Projekten unterschiedlicher Ertragskraft bei symmetrischer Informationsverteilung.....	68
3.1.3.2 Kunden mit Projekten gleicher Ertragskraft bei asymmetrischer Informationsverteilung.....	75
3.1.3.3 Fazit.....	80
3.2 Finanzierungsleasing.....	81
3.2.1 Einführung.....	81
3.2.2 Wohlfahrtspotentiale des Leasing.....	82
3.2.2.1 Besteuerung.....	82
3.2.2.2 Stärkere Marktposition und Spezialisierungsvorteile auf seiten der Leasinggesellschaft.....	83
3.2.2.3 Instandhaltung und Wartung.....	85
3.2.3 Die vertragstheoretische Modellierung nach Krahen.....	86
3.2.4 Erweiterung des Modells.....	89
3.2.4.1 Zielsetzung.....	89
3.2.4.2 Annahmen und Bezeichnungen.....	90
3.2.4.3 Sichere Erwartungen über den Cash Flow.....	92
3.2.4.3.1 Die Vertragsvarianten im einzelnen.....	92
3.2.4.3.2 Vergleich der Gestaltungsmöglichkeiten.....	101
3.2.4.4 Unsichere Erwartungen über den Cash Flow.....	103
3.2.4.4.1 Zur Modifikation des Modellrahmens.....	103
3.2.4.4.2 Zusammenstellung der Ergebnisse	104
3.2.5 Zusammenfassung.....	105
4. Finanzierung über Kapitalbeteiligungsgesellschaften	106
4.1 Einführung.....	106
4.2 Kapitalbeteiligungsgesellschaften als konkretes Ergebnis von Modellen zur Finanzintermediation?	107
4.2.1 Das Modell von Diamond.....	107
4.2.1.1 Das Grundmodell.....	107
4.2.1.2 Ex-post-Sanktion und Kontrolltechnologie.....	113
4.2.1.3 Modifikation der Annahmen über die Informationsasymmetrie.....	116
4.2.2 Finanzintermediation und Kapitalmarktgleichgewicht.....	118
4.2.3 Zwischenfazit.....	121
4.3 Erklärung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften auf Basis der Strukturmerkmale von Modell- Intermediären?.....	122
4.4 Zusammenfassung.....	127
5. Zusammenfassung.....	128

Kapitel II:	
Aktienrestermissionen.....	133
1. Institutionelle Fakten und empirische Regelmäßigkeiten.....	133
1.1 Marktsegmente deutscher Wertpapierbörsen.....	133
1.2 Emissionsverfahren.....	134
1.3 Typische Merkmale von Erstmissionen in Deutschland.....	137
2. Theoretische Analyse des Gangs an die Börse.....	138
2.1 Einführung.....	138
2.2 Informationsasymmetrie nach Börseneinführung...	141
2.3 Informationsasymmetrien vor der Börseneinführung.....	147
2.3.1 Informationsvorsprung des Emittenten....	147
2.3.1.1 Einführung.....	147
2.3.1.2 Modelle in der Tradition von Leland/Pyle.....	149
2.3.1.2.1 Signaling durch Wahl der Einbehaltungsquote.....	149
2.3.1.2.2 Signaling durch Wahl des Prüfers.....	154
2.3.1.2.3 Signaling durch direkte Informationsweitergabe.....	160
2.3.1.2.4 Bivariates Signaling durch Einbehaltungsquote und Underpricing.....	164
2.3.1.2.5 Zur Gleichgewichtskonzeption der vorgestellten Modelle....	169
2.3.1.2.6 Implikationen und empirische Untersuchungen.....	171
2.3.1.3 Signaling in einer Moral-Hazard- Situation.....	174
2.3.1.3.1 Der reine Moral Hazard.....	175
2.3.1.3.2 Moral Hazard und Ungewißheit über die Ertragsaussichten....	177
2.3.1.3.3 Moral Hazard und Ungewißheit über die Produktivität des Emittenten.....	179
2.3.1.4 Ein kurzer Überblick über weitere Signaling-Modelle.....	181
2.3.1.5 Zusammenfassung.....	186
2.3.2 Informationsvorsprung eines Teils der Anleger.....	187
2.3.2.1 Einführung.....	187
2.3.2.2 Das Modell.....	190
2.3.2.3 Vorgegebene Informationsverteilung..	192
2.3.2.3.1 Aktienzuteilung und mögliche Gleichgewichte.....	192
2.3.2.3.2 Bewertung im Underpricing- Gleichgewicht.....	197

2.3.2.4	Ermittlung der Informations- verteilung auf der Nachfragerseite.	198
2.3.2.4.1	Anleger mit gleicher Anfangsausstattung.....	198
2.3.2.4.2	Unterschiedliche Anfangsaus- stattungen und Informations- kosten der Anleger.....	203
2.3.2.4.3	Ein Beispiel.....	205
2.3.2.5	Diskussion.....	209
2.3.2.5.1	Zur Informationsverteilung....	209
2.3.2.5.2	Informationseffizienz und die Wahl des Emissionsverfahrens..	210
2.3.2.5.3	Zur Rolle der Emissionsbank...	213
2.3.2.5.4	Einige Annahmen im einzelnen..	215
2.3.2.5.5	Implikationen und empirische Untersuchungen.....	216
2.3.2.6	Zusammenfassung.....	219
2.4	Die Rolle von Banken bei Erstemissionen.....	220
2.4.1	Einführung.....	220
2.4.2	Überblick über die Aufgaben von Emissionsbanken.....	221
2.4.3	Risikoübernahme, Absatzförderung und Beratung.....	226
2.4.3.1	Risikoübernahme.....	226
2.4.3.2	Absatzförderung.....	227
2.4.3.3	Beratung bei überlegener Information der Bank.....	229
2.4.3.3.1	Information nach Vertragsabschluß.....	229
2.4.3.3.2	Information vor Vertragsabschluß.....	231
2.4.3.4	Gesamtwürdigung.....	232
2.4.4	Emissionskredit und Reputationseffekte... 2.4.4.1 Reputation in Beiträgen über Aktienemissionen.....	234
2.4.4.2	Endogenisierung des Reputationsaufbaus.....	242
2.4.4.2.1	Auswahl der Emissionen als Entscheidungsvariable.....	242
2.4.4.2.2	Wahl des Emissionspreises als Entscheidungsvariable?.....	249
2.4.4.3	Zusammenfassung.....	252
2.5	Ein Fazit zu den theoretischen Beiträgen.....	252
3.	Vergleich von theorie- und praxisorientierten Beiträgen.....	256
3.1	Zentrale Aussagen der praxisorientierten Literatur.....	256
3.1.1	Vor- und Nachteile der Publikumsöffnung..	256
3.1.2	Voraussetzungen für den Gang an die Börse und Börsenreife.....	262
3.1.3	Planung der Börseneinführung.....	264
3.1.4	Zwischenfazit.....	270

3.2 Beurteilung der praxisorientierten Aussagen aus Sicht der Theorie.....	271
3.2.1 Vorbemerkungen.....	271
3.2.2 Grundlegende Unterschiede.....	272
3.2.3 Einige Einzelheiten.....	274
4. Zur Frage der Regulierung bei Aktienerstmissionen.	277
4.1 Die generelle Förderungswürdigkeit des Going Public.....	277
4.2 Diskussion konkreter Reformvorschläge.....	280
5. Zusammenfassung.....	286
<i>Literatur</i>	289